

УДК 336.64

Ж.В. САМЧЕНКО, магістр кафедри ЕАтаО НТУ «ХПІ», Харків
О.В. МАНОЙЛЕНКО, д.е.н., проф. кафедри ЕАтаО НТУ «ХПІ», Харків

ОСОБЛИВОСТІ ЗАСТОСУВАННЯ МЕТОДІВ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ КАПІТАЛІЗАЦІЇ КОМПАНІЙ В УМОВАХ ПЕРЕХОДУ УКРАЇНИ НА МСФО

Проведено аналіз теоретичних підходів до визначення сутності капіталізації компанії, методик її оцінки, досліджено їх переваги та недоліки використання для умов національної економіки України. Визначено головні розбіжності національних і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності в частині їх використання для оцінки капіталізації компанії.

Ключові слова: капіталізація, методи оцінки капіталізації, МСФО.

Постановка проблеми та актуальність. В умовах зміни концепції управління цільовими пріоритетами розвитку суб'єктів господарювання з орієнтації на прибуток (витратна модель), потім на чистий фінансовий потік (концепція максимізації чистого фінансового потоку), сьогодні річ йдеться про максимізацію капіталізації компанії, як основну мету підприємницької діяльності, а, відповідно, і головну ціль управління розвитком підприємства.

В силу історичних особливостей, проблемна сфера оцінки капіталізації суб'єкта господарювання, не знайшла достатнього відображення у дослідженнях вітчизняних науковців. З робіт присвячених даній темі можна виділити А.І. Барановського, на його думку, ринкова капіталізація підприємства є економічною категорією, оскільки обумовлює первинний розподіл, стимулюючи перерозподіл прибутку і доходів на користь підприємства, держави і домашніх господарств завдяки розширенню виробництва та випуску цінних паперів [1].

В.О. Мандибура визначає капіталізацію як систему відносин, що виникають у процесі накопичення капіталу, тобто процесу, в результаті якого відбувається зростання обсягів авансованого (статутного) капіталу [2].

Класичним підходом вважається визначення, представлене в роботах К.Маркса, в яких, під капіталізацією розумілося перетворення частини прибутку (доходу) або всього прибутку (доходу) в додатковий капітал, додаткові фактори виробництва (засоби праці, предмети праці, робочу силу і т. д.) та використання його на розширення виробництва [3].

Згідно термінологічного словника Д.М. Розенберга [4], капіталізація — це процес перетворення «чогось» в капітал; загальна сума, на яку компанія випустила цінні папери, загальна сума коштів, інвестованих власниками в компанію (підприємство).

Так, у роботі Овсяннікової О.М. [5] викладено найбільш поширена концепція тлумачення смислового значення терміну «ринкова капіталізація», проаналізована методологічна база її оцінки, заснована на розрахунку вартості господарюючого суб'єкта як майнового комплексу та виробничої одиниці. У статті Бравермана А. і Цветкова В. [6] розглянуті фактори зовнішнього і внутрішнього середовища, що впливають на формування величини ринкової капіталізації.

Теоретичні основи капіталізації корпорацій представлені в працях ряду відомих зарубіжних економістів — Ансоффа І, Бруна М, Коно Т, Котлера Ф, Портера М, Постон Т, Стюарта І, Тарсена В, Хайєка А. Зарубіжні автори досліджували проблему оцінки ринкової капіталізації компанії в умовах розвинутого ринку, тому їх теоретичні висновки та практичні рекомендації не завжди можна застосовувати в умовах кризових колізій економіки транзитивного типу. Вітчизняні ж дослідження представлені лише окремими роботами, тому синтез концепції Овсяннікової О.М. у поєднанні з аналізом впливу на капіталізацією зовнішніх і внутрішніх факторів представлений в роботах Бравермана А. і Цветкова В. надає найбільш достовірну оцінку капіталізації суб'єктів господарювання вітчизняного бізнесу.

Обумовлена необхідністю дослідження, виявлення, класифікації та порівняння фінансових методів оцінки капіталізації компанії в сучасних умовах.

Мета статті. — аналіз існуючих методик оцінювання вартості капіталу компанії в умовах переходу на Міжнародні Стандарти Фінансової Звітності (МСФЗ).

Виклад основного матеріалу. Підприємство працює ефективно, якщо чистий фінансовий потік від реалізації проектів перевищує ціну залученого для цих цілей капіталу. Такий підхід у теоретичному аспекті передбачає дослідження поряд с концепцією вартості капіталу концепцію структури капіталу. Зв'язок структури капіталу та ринкової вартості компанії визначається показником середньозваженої вартості капіталу (WACC) — сума добутків кожного з джерел власного (ВК) і позикового капіталу (ЗК), що скоректовані на їх питому вагу. Визначення вартості ВК включає наступні моделі та методи [7]:

1 Модель оцінки дохідності фінансових активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM). Модель CAPM припускає, що вартість власного капіталу

дорівнює безризиковій дохідності плюс премія за ризик:

$$CC_{ao} = r_f + \beta_i \cdot (r_m - r_f) \quad (1.1)$$

де CC_{ao} – очікувана дохідність акцій даної організації; r_f – дохідність безризикових цінних паперів (номінальна безризикова дохідність (ставка), яка береться на рівні середньої очікуваної дохідності державних облігацій з терміном погашення на рівні застрахованих банківських депозитів з терміном, що дорівнює залишковому терміну n корисного життя оцінюваного бізнесу з урахуванням інфляції; r_m – очікувана дохідність в середньому на ринку цінних паперів (необхідна прибутковість портфеля; очікуваний ринковий дохід); β_i – бета-коефіцієнт даної організації (β - коефіцієнт i -ої акції організації вказує на міру відносного систематичного ризику інвестування в оцінюваний бізнес у порівнянні з ризиком капіталовкладень в будь-який бізнес з скраднім ризиком).

2 Метод дисконтованого грошового потоку (модель DDM, зокрема, модель Гордона). Поточна вартість (ринкова ціна) акції в загальному випадку визначається як дисконтована вартість очікуваного потоку дивідендів:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n D_t / (1+r_t)^t \quad (1.2),$$

де P_0 – ринкова вартість акції; D_t – очікувані дивіденди в t -ому році;

r_t – необхідна дохідність; n – кількість років. Якщо дохідність акції буде рости в постійному темпі, для оцінки очікуваної прибутковості можна використовувати модель Гордона:

$$P_0 = (D_0 \cdot (1+g)) / (r-g) = D_1 / (r-g) \quad (1.3),$$

де D_0 – останні сплачені дивіденди; r – необхідна дохідність акції, що враховує ризик; g – темпи росту дивідендів (приймаються постійними); D_1 – очікувані дивіденди чергового періоду.

3 Метод дохідності облігацій плюс премія за ризик. Цей метод заснований на підсумовуванні прибутковості власних облігацій і розрахункової премії за ризик. Дохідність до погашення облігацій компанії оцінюється по формулі 1.7. Премія за ризик розглядається як перевищення прибутковості акцій фірми над прибутковістю її облігацій. Проте в різні періоди її значення нестабільні. Тому поточна премія за ризик визначається двома методами: на основі аналітичного огляду; на основі методу дисконтування грошового потоку.

При використанні першого методу на базі аналітичних оглядів західними вченими був зроблений висновок про те, що середнє значення премії за ризик коливається від 2% до 4% і становить близько 3,6% для будь-якої компанії будь-якої галузі. У періоди з низькими процентними ставками розмір премії за ризик підвищується до 6%, а при високих ставках — знижується до 3%. При другому методі на основі дисконтування грошового

потоків визначається необхідна ринкова прибутковість акцій підприємства. Потім визначається перевищення її над прибутковістю середніх облігацій підприємства. Визначення вартості залученого капіталу:

1 Вартість фінансового кредиту (банківський кредит та фінансовий лізинг), товарного (комерційного) кредиту.

Вартість банківського кредиту дорівнює сплаченій процентній ставці. Вартість фінансового лізингу розраховується за формулою:

$$CC_{\text{фл}} = ((I_{\text{фл}} - N_a) * (1 - T)) / (1 - Z_{\text{фл}}) \quad (1.4),$$

де $CC_{\text{фл}}$ – вартість залученого капіталу, залученого на умовах фінансового лізингу; $I_{\text{фл}}$ – річна лізингова ставка, %; N_a – річна норма амортизації активу, залученого на умовах фінансового лізингу; T – ставка податку на прибуток, виражена десятковим дробом; $Z_{\text{фл}}$ – рівень витрат з залучення активу на умовах фінансового лізингу до вартості цього активу, виражена десятковим дробом.

Вартість комерційного кредиту оцінюється у розрізі двох форм його надання:

1.1. по кредиту в формі короткострокової відстрочки платежу:

$$CC_{\text{ткк}} = ((Z_{\text{цс}} * 360) * (1 - T)) / D \quad (1.5),$$

де $CC_{\text{ткк}}$ – вартість товарного (комерційного) кредиту, надаваного на умовах короткострокової відстрочки платежу; $Z_{\text{цс}}$ – розмір цінової знижки при здійсненні готівкового платежу за продукцію; D – період надання відстрочки платежу, дні.

1.2. по кредиту і формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя:

$$CC_{\text{ткк}} = (I_{\text{ткл}} * (1 - T)) / (1 - Z_{\text{цс}}) \quad (1.6),$$

де $CC_{\text{ткк}}$ – вартість товарного (комерційного) кредиту в формі довгострокової відстрочки платежу з оформленням векселя; $I_{\text{ткл}}$ – ставка процента за вексельний кредит; T – ставка податку на прибуток, виражений десятковим дробом; $Z_{\text{цс}}$ – розмір цінової знижки, надаваний постачальником при здійсненні готівкового платежу за продукцію, виражений десятковим дробом.

2 Емісія облігацій

Розрахунок вартості джерела займу – облігації, проводиться наступним чином:

$$CC_{\text{ок}} = (M * p + (M - P_{\text{др}}) / n) / ((M + P_{\text{др}}) / 2) \quad (1.7),$$

де $CC_{\text{ок}}$ – вартість залученого капіталу, що надійшов за рахунок емісії купонних облігацій; M – номінальна вартість облігації; p – ставка процента облігаційного займу в долях одиниці; $M * p$ – купонний річний процентний дохід; $P_{\text{др}}$ – поточна ринкова вартість облігації.

Переваги і недоліки методів оцінки капіталу підприємства наведені у

табл. 1. Таким чином, можна виділити чотири фактори, за допомогою яких ринок проводить оцінку вартості компанії [8]:

- базові капітальні активи компанії (матеріальні або нематеріальні);
- чистий фінансовий потік, який генерує компанія;
- строк економічного життя проектів (обмежений або нескінченний)
- структура капіталу компанії.

У бухгалтерському обліку ці фактори мають відображення в особливостях обліку фінансових інвестицій, впливу незв'язних сторін на діяльність компанії, оцінки дивідендів, гудвілу та ін. Згідно з Міжнародними стандартами та національними положеннями оцінка цих компонентів має відмінності, що представлено у таблиці 1.2.

Представлені положення свідчать про розбіжності обліку показників, що відображають капіталізацію суб'єктів господарювання у національних і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності. Наслідком чого є недостовірна оцінка капіталізації або, навіть, її неможливість здійснення з боку ключових закордонних інвесторів (інституційних фондів), що зменшує потік інвестиційних коштів в національний фондовий ринок та є фактором недооцінки акцій вітчизняних емітентів.

Висновки: Оцінка капіталізації компанії передбачає врахування особливостей бухгалтерського обліку, що використовує суб'єкт господарювання. Проведений аналіз методів ринкової капіталізації компанії вказує на їх не досконалість, вибір того чи іншого методу залежить як від специфіки діяльності самого суб'єкта господарювання, врахування закономірностей його розвитку, впливу факторів зовнішнього середовища, так і інституційних особливостей побудови національної економіки.

Сьогодні в Україні здійснюється перехід на Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності, які менш регламентовані, що більшою мірою відповідає вимоги постійно мінливого ринку та підвищує інвестиційну привабливість суб'єктів господарювання корпоративного сектору економіки з боку іноземного капіталу.

В умовах не розвинутого ринку в національній економіці використання міжнародно-признаних методик оцінки капіталізації суб'єктів господарювання корпоративного сектору економіки знаходить обмежене застосування (вони мають скоріш індикативний характер, але не можуть дати змогу визначити реальну вартість компанії та корпоративних прав для власників).

Таблиця 1.1 - Переваги і недоліки методів оцінки капіталу підприємства

Метод	Переваги	Недоліки
Визначення вартості власного капіталу:		
1. Метод дисконтованого грошового потоку (модель DDM, зокрема, модель Гордона);	Забезпечує простий підхід до оцінки власного капіталу, підходить для фірм з темпами зростання, рівними номінальним темпами зростання економіки або нижче їх, і з усталеною політикою виплати дивідендів, яку вони мають намір проводити і в майбутньому	1) Може бути застосований лише для компаній, що виплачують дивіденди; 2) екстраполяція минулого темпу зростання і допущення вірною ринкової оцінки акції (і акціонерного капіталу) в будь-який момент часу; 3) не враховується фактор ризику; 4) правильно визначити темпи приросту дивідендів у перспективі досить складно.
2. Модель оцінки дохідності фінансових активів (Capital Asset Pricing Model, CAPM)	Усуває недоліки моделі Гордона, не вимагає ні оцінок перспектив зростання конкретної компанії, ні абсолютної ефективності ринку.	Виникають труднощі при визначенні кожного компонента моделі: премія за ризик; прибутковість в середньому на ринку; β -коефіцієнти.
3. Метод дохідність облігацій плюс премія за ризик	Достатня простота в оцінці дохідності облігацій, якщо вони продаються на біржі	Величина перевищення ринкової прибутковості акцій компанії над прибутковістю середніх облігацій є величиною не достатньо точної, складно визначити премію за ризик
Визначення вартості позикового капіталу:		
1. Вартість фінансового кредиту (банківський кредит і фінансовий лізинг), товарного (комерційного) кредиту	В умовах українського законодавства відсотки по кредиту відносяться на собівартість продукції, зменшуючи розмір оподаткованого прибутку	Вартість кредиту збільшується на розмір інших витрат організації, які визначаються умовами кредитного договору
2. Емісія облігацій	Більш висока надійність облігацій як фінансового інструменту: фінансові права власників облігацій дотримуються в першу чергу, тобто вони мають переваги перед власниками акцій.	1) Ризик того, що на відкритому ринку облігації не будуть затребувані; 2) вартість цього джерела більш стохастична ніж кредит; 3) присутні витрати на випуск і розміщення

Таблиця 1.2 - Порівняльний аналіз факторів оцінки вартості капіталу компанії в розрізі національних і міжнародних стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності

Компоненти оцінки вартості капіталу	Національні положення бухгалтерського обліку	Міжнародні стандарти бухгалтерського обліку та фінансової звітності
Облік фінансових інвестицій	За П(С)БО 12 «Фінансові інвестиції» та П (С) БО 13 «Фінансові інструменти» результати переоцінки довгострокових фінансових інвестицій, доступних для продажу, як фінансових інструментів враховуються у складі доходів або витрат.	МСФЗ 28 «Облік інвестицій в асоційовані підприємства» і МСФЗ 31 «Облік спільної діяльності»: результати переоцінки довгострокових фінансових інвестицій, доступних для продажу, як фінансових інструментів слід відображати у складі власного капіталу,
	У балансі по формі додатку до П (С) БО 2 «Баланс» стаття — вартість довгострокових фінансових інвестицій в асоційовані й дочірні підприємства відсутня. Вартість таких інвестицій відображається за статтею «Довгострокові фінансові інвестиції, які обліковуються за методом участі в капіталі», і навіть в аналітичному обліку ці інвестиції відображаються на одному субрахунку 141 «Інвестиції пов'язаним особам за методом участі в капіталі» рахунки 14 «Довгострокові фінансові інвестиції».	Згідно МСФЗ 28 і МСФЗ 1 вартість довгострокових фінансових інвестицій в асоційовані підприємства слід відображати окремою статтею в балансі.
	П(С)БО 13 визначено дату визнання опціонів, якою є дата укладення контракту між покупцем і продавцем. Питання про зміст самого контракту залишається відкритим: ними може бути власне опціонний контракт або контракт про купівлю-продаж базового активу (акцій).	МСБО 33 — опціонний контракт визнається за справедливою вартістю (рівною опціонної премії) на дату укладання контракту, отже, умовно емітовані акції за цими контрактами повинні брати участь у коректуванні середньорічної кількості простих акцій з початку такого періоду.
Розкриття інформації про непов'язані сторони	П(С)БО 23 не передбачає вимоги щодо розкриття інформації про виплати вищому керівництву. Це не залишає ніякого механізму незалежної перевірки наявності та оцінки діяльності пов'язаних сторін, їх здатності впливати на саме підприємство і не дозволяє зробити перехресну перевірку їх угод з іншими підприємствами, щоб виявити будь-які нерозкриті операції пов'язаних сторін, проаналізувати ризик або сприятливі тенденції.	МСБО 24 вимагає розкривати виплати вищому керівництву, у тому числі короткострокові виплати, виплати по закінченні трудової діяльності, інші довгострокові виплати, виплати при звільненні, платежі на основі акцій.

Продовження таблиці 1.2

Дивиденди	<p>П(С)БО 24 не містить ніяких пояснень щодо порядку обчислення дивідендів по різних типам привілейованих акцій (хоча право на їх випуск передбачено законами [9,10])</p> <p>Без уваги залишилися питання ідентифікації та обліку прирівняних до дивідендів виплат власникам привілейованих акцій.</p> <p>- Іншою прогалиною вітчизняної методології оцінки прибутковості акцій є безальтернативний розрахунок чистого прибутку (очищення від усіх елементів податкового збору: податок на прибуток від господарської діяльності; перенесення відстрочених податків і авансового податку на прибуток, нарахованого на суму оголошених дивідендів</p> <p>- Норми П(С)БО 34 «Платіж на основі акцій» суперечать вимогам Закону про акціонерні товариства [10], яким встановлено заборону на передачу акцій в обмін на які-небудь послуги.</p>	<p>МСБО 33 вказує на необхідність вирахування сум «привілейованих» дивідендів після утримання податків для кумулятивних акцій - в будь-якому випадку (незалежно від факту їх оголошення або виплати), для некумулятивної - тільки в разі їх оголошення.</p> <p>- Передбачає можливість застосування оцінки прибутковості акцій чистого або нульового методів (при нульовому методі авансовий платіж з податку на прибуток не враховується).</p>
Гудвіл	<p>Згідно з П(С)БО 19 гудвіл визнається за фактичною (первісною) вартістю і далі враховується протягом можливого строку корисного використання (але не більше 20 років) за фактичною вартістю за вирахуванням накопиченої амортизації.</p> <p>Якщо на кінець року гудвіл визнається знеціненням, то вся залишилася сума списується на витрати. Негативний гудвіл визнається і обліковується на рахунку 192.</p> <p>Потрібно, щоб гудвіл протягом строку його визнання на балансі (терміну корисної служби) систематично амортизувався.</p>	<p>МСФЗ 3 Гудвіл визнається за фактичною вартістю і в подальшому враховується за фактичною вартістю за вирахуванням накопичених збитків від знецінення.</p> <p>З 01.04.2004 р. поняття негативний гудвіл не існує, а виявлена негативна величина негайно визнається у доходах поточного (звітного) періоду. Амортизації гудвіл не підлягає, але так як не обмежений терміном служби, то регулярно тестується на знецінення</p>

Напрями подальших досліджень передбачають формування інституційних засад гармонізації національних та міжнародні стандартів бухгалтерського обліку та фінансової звітності; розробку методик оцінки капіталізації суб'єктів господарювання в Україні, що враховує визначені фактори розбіжності стандартів та недоліки закордонних методик оцінки капіталізації.

Список літератури: 1. Барановский А. Недокапитализированная экономика /А. Барановский // Зеркало недели. — 2003. — № 42 (1 — 7 ноября) 2. В.О.Мандыбура, д-р. экон. наук Киевский национальный университет имени Тараса Шевченко Оценка уникальных особенностей процесса «накопления» капитала в Украине. 3. Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Т. I. Кн. 1. М., 1967. 4. Розенберг Дж. М. Инвестиции: Терминологический словарь / Дж. М. Розенберг. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 400 с. 5 Овсянникова О.Н. Капитализация промышленных

предприятий России как фактор повышения их хозяйственной устойчивости, Дис...канд.экон.наук. - М., 2002 г. **6.** Браверман А., Цветков В. Еще один фактор капитализации // «Эксперт», №43, 2002 г. **7.** Подолякин, В.И. Основы экономики организации: стоимость и структура капитала: учеб. пособие. – Иваново: ИГТА, 2005. – 112с. **8.** <http://balanced-scorecard.ru> **9.** Закон України «Про цінні папери та фондовий ринок» від 23.02.2006 р. № 3480-IV **10.** Закон України «Про акціонерні товариства» від 17.08.2008 р. № 514-VI).

Надійшла до редколегії 12.03.2013

УДК 336.64

Особенности застосування методів оцінки ринкової капіталізації компанії в умовах переходу України на МСФО/Ж.В. Самченко, О.В. Манойленко // Вісник НТУ „ХПІ”. Серія: Технічний прогрес і ефективність виробництва. – Х.: НТУ „ХПІ”. - 2013. - № 22 (995) - С. 74-82. Бібліогр.: 10 назв.

Проведен анализ теоретических подходов к определению сущности капитализации компании, методик ее оценки, исследованы их преимущества и недостатки использования для условий национальной экономики Украины. Определены основные различия национальных и международных стандартов бухгалтерского учета и финансовой отчетности в части их использования для оценки капитализации компании.

Ключевые слова: капитализация, методы оценки капитализации, МСФО.

The analysis of theoretical approaches to defining the essence of the company's capitalization, methods of evaluation, investigated their advantages and disadvantages of using conditions for the national economy of Ukraine. The main differences of national and international standards of accounting and financial reporting in terms of their use to assess the company's capitalization.

Keywords: capitalization, valuation methods capitalization IFRS.

УДК 334.02

К.О. ТИМОФЕЄВА, асистент НТУ «ХПІ», Харків

ІННОВАЦІЙНИЙ КЛАСТЕР НА ТЕРИТОРІАЛЬНІЙ ОСНОВІ, ЯК ДЖЕРЕЛО РЕАЛІЗАЦІЇ ІННОВАЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ ДЕРЖАВИ ЩОДО РОЗВИТКУ МАШИНОБУДУВАННЯ

У статті запропоновано підхід до формування інноваційного кластеру в машинобудуванні на територіальній основі, який базується на оцінці інноваційної сприйнятливості організаційно - управлінських структур. Зроблені висновки про пріоритетність надання державної підтримки галузі

Ключові слова: інноваційний кластер, інноваційна політика держави, рівень інноваційної сприйнятливості.

Темпи розвитку національної економіки на сучасному етапі визначаються інноваційною активністю та залежать, в першу чергу, від здатності застосовувати нові знання у процес виробництва. При цьому

© К.О. Тимофєєва, 2013